

السعودي الفرنسي كابيتال
Saudi Fransi Capital
تميّز في الخدمة، تفوّق في الأداء

شركة الأسمدة العربية السعودية - سافكو
النتائج الأولية للربع الرابع ٢٠١٥
١٧ يناير ٢٠١٦

بدأ تحقق سيناريو الضغط

ضعف أسعار بيع اليوريا أثر على مستويات الربح في سافكو ليتقلص صافي ربح العام ٢٠١٥ بنسبة ٥١٪ عن الربع المماثل من العام السابق وأقل بنسبة ٣٣٪ من الربع السابق لتصل إلى ٣٧٩ مليون ر.س.، أقل من توقعاتنا ومن متوسط التوقعات (بلومبرغ). تحليل الضغط الذي نفذناه من خلال سيناريو انخفاض أسعار بيع المنتجات وارتفاع تكاليف المواد الأولية (يجى الرجوع إلى تقرير البدء بالتغطية لشركة سافكو الصادر في ١ ديسمبر ٢٠١٥) والذي توقعنا فيه تلاشي القدرة على دفع توزيع للأرباح. قمنا بمراجعة توقعاتنا للعام ٢٠١٦ وما بعدها، وتوصلنا إلى تعديل لسعر السهم المستهدف إلى ٧٥ ر.س. بدلا من ١٠٦ ر.س.. نستمر في التوصية "شراء".

ربع السنة الأخير أضعف بكثير من التوقعات

بالرغم من عدم الإعلان عن تفاصيل المبيعات للربع الرابع ٢٠١٥، جاءت الأرباح أقل بكثير من المتوقع. علقت الشركة على النتائج أنها كانت بسبب تراجع أسعار البيع بالرغم من ارتفاع إنتاج اليوريا من مشروع سافكو-٥ الذي بدأ خلال الربع الثالث ٢٠١٥. بلغ إجمالي الربح ٣٦٠ مليون ر.س. (أقل من الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٥٢٪ وأقل من الربع السابق بنسبة ٣٧٪) مقارنة بتوقعاتنا بإجمالي ربح ٦٥٣ مليون ر.س. الأمر الذي انعكس أيضا على صافي الربح. تقلص الربح التشغيلي عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٥٣٪ وأقل من الربع السابق بنسبة ٣٨٪ ليصل إلى ٣٤٢ مليون ر.س.، بينما بلغ صافي ربح الربع مبلغ ٣٧٩ مليون ر.س. (تراجع عن الربع المماثل من العام السابق بنسبة ٥١٪ وأقل من الربع السابق بنسبة ٣٣٪)، وهو أقل من توقعاتنا بصافي ربح بقيمة ٦٤٨ مليون ر.س. وأقل من متوسط التوقعات البالغ ٦٠٠ مليون ر.س.؛ نحن نعتقد أن متوسط سعر بيع طن اليوريا كان أقل من ٢٥٠ دولار أمريكي للطن بشكل كبير في إشارة إلى أن الزيادة في الحجم لم تعوض أثر تراجع السعر.

تغير سعر اليوريا وتغير تكلفة المواد الأولية

لاحقا للإعلان عن تعديل أسعار المواد الخام مع نهاية ديسمبر الماضي، قمنا برفع سعر الغاز إلى ١,٢٥ دولار أمريكي بدلا من ٠,٧٥ دولار أمريكي للمليون وحدة حرارية بريطانية، لترتفع معها التكلفة النقدية لإنتاج الأمونيا واليوريا من ٥٣ و٥٧ دولار أمريكي إلى ٧١ و٦٨ دولار أمريكي للطن على التوالي. تقلصت إجمالي الهوامش وصولا للعام ٢٠١٨ بمقدار ٣٤٠ نقطة أساس سنويا. من جانب المبيعات، خفضنا من توقعاتنا لسعر اليوريا وصولا للعام ٢٠٢٢ لتكون في مستوى أقل من ٣٠٠ دولار أمريكي للطن.

التساؤل حول قدرة الشركة على دفع توزيع أرباح

يحدث حاليا سيناريو الضغط الذي توقعناه (انظر تقرير البدء بالتغطية الصادر في ١ ديسمبر ٢٠١٥). صافي أثر ارتفاع التكاليف وانخفاض الأسعار يشمل انخفاض المبيعات بنسبة ١٦٪، وانخفاض اجمالي الهامش وصافي الربح بحدود ٢٨٪ وصولا للعام ٢٠١٨. لا تنتهي هنا نهاية القصة، فإننا نفترض أثر سعر المواد الأولية ليرتفع في نهاية المطاف إلى سعر السوق. تعتمد فرضية الاستثمار في سافكو على توزيع أرباح للأسهم. تضاءلت القدرة على توزيع ارباح جيدة إلى حد كبير، حيث نتوقع أفضل سيناريو للتوزيع على مدى السنوات الثلاث المقبلة عند ٥ ر.س. للسهم. في الصفحة التالية نوضح أثر مختلف المتغيرات خطوة بخطوة.

تخفيض السعر المستهدف إلى ٧٥ ر.س. بلا من ١٠٦ ر.س.، نستمر في التوصية "شراء"

يشير نموذجنا بافتراض توزيعات الارباح المتوقعة إلى قيمة عادلة للسهم تبلغ ٧٤,٨٥ ر.س. بينما يشير خصم التدفقات النقدية إلى ٤٩,٩٥ ر.س.؛ لقد تراجعت علاوة تقييم شركة سافكو السابقة إلى حد كبير، وينعكس ذلك من خلال السعر المستهدف والبالغ ٧٥ ر.س. للسهم. وبالنظر إلى البيئة المعاكسة، لماذا لا زلنا معجبون بأداء السهم؟ تشمل توقعاتنا استمرار توزيع الارباح في ظل البيئة الصعبة السائدة، مما يشير إلى عدم احتمال حدوث مزيد من التراجعات مع توجه الاحتمالات نحو حدوث مفاجأة إيجابية. عند السعر المستهدف البالغ ٧٥ ر.س.، من الرجح أن يكون عائد توزيع الربح الى السهم بمعدل ٨٪ مقابل العائد السابق عند ٥,٥٪ سنويا. ثانيا وفي ظل الفترات المضطربة، نتوقع تألق الشركات الثابتة والناضجة. ثالثا، من المرجح تعافي أسعار اليوريا بشكل أسرع مما كان متوقعا (احتسبنا أثر عامل الأخبار السيئة) مما يشير إلى الارتفاع المحتمل نتيجة للتغيرات.

النتائج الأولية للربع الرابع ٢٠١٥

مليون ر.س.	الربع الرابع ٢٠١٥	الربع الرابع ٢٠١٥ متوقع	الربع الرابع ٢٠١٤	التغير عن العام السابق ٪	الربع الثالث ٢٠١٥	التغير عن الربع المماثل ٪
المبيعات	تعلن لاحقا	١,٠٧٥	١,٠٩٣	-	٨٨٧	-
اجمالي الربح	٣٦٠	٥٠٢	٧٤٢	٪٥١-	٥٦٨	٪٣٧-
الهامش اجمالي الربح	-	٪٤٧	٪٦٨		٪٦٤	
EBIT	٣٤٢	٤٧٥	٧١٥	٪٥٢-	٥٣٢	٪٣٦-
هامش الربح التشغيلي	-	٪٤٤	٪٦٥		٪٦٠	
صافي الربح	٣٧٩	٤٩٦	٧٧٩	٪٥١-	٥٦٦	٪٣٣-
هامش صافي الربح	-	٪٤٦	٪٧١		٪٦٤	

المصدر: تداول، السعودي الفرنسي كابيتال

ملخص التوصية

التوصية	شراء
السعر المستهدف (ر.س.)	٧٥
التغير	٪١٠,٣
عائد توزيع الربح الى السعر	٪٧,٤
العائد الاجمالي	٪١٧,٧

بيانات السهم

سعر الإغلاق*	ر.س.	٦٨,٠٠
الرسملة السوقية	مليون ر.س.	٢٨,٣٣٣
عدد الأسهم القائمة	مليون	٤١٦,٧
أعلى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	١٢٧,٥٠
أدنى سعر خلال ٥٢ أسبوع	ر.س.	٦٥,٧٥
التغير في السعر منذ بداية العام	٪	(١٧,٢)
متوسط قيمة التداول اليومي لمدة ١٢ شهر	مليون	٢٧٨,٦
الربح للسهم المتوقع للعام ٢٠١٥ ↓	ر.س.	٤,٣٣
رمز السهم (رويترز/بلومبرغ)	2020.SE	SAFCO AB

المصدر: تداول

توقعاتنا

	٢٠١٦	٢٠١٧
المبيعات	↓ ٣,٣٠٧	↓ ٣,٤٢٨
EBITDA	↓ ٢,٠٣١	↓ ٢,١٨٧
هامش EBITDA	↓ ٪٦١	↓ ٪٦٤
صافي الربح	↓ ١,٨٠٥	↓ ٢,٠١١

المصدر: تداول

أهم النسب المتوقعة

	٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع
مكرر الربحية (مرة)	٨,٩	١٢,٦	١٥,٧
مكرر EV/EBITDA (مرة)	٨,٠	١٠,٧	١٣,١
P/S	٦,٤	٧,٤	٨,٦
مكرر القيمة الدفترية (مرة)	٣,٦	٣,٦	٤,٠

المصدر: تحليل السعودي الفرنسي كابيتال

حركة سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق الرئيسي



المصدر: بلومبرغ

عاصم بختيار
abukhtiar@fransicapital.com.sa
+٩٦٦ ١١ ٢٨٢٦٨٦١

الجدول ١: أثر المتغيرات - إنخفاض اسعار البيع وارتفاع تكلفة المواد الأولية

٢٠١٦ متوقع	أسعار اليوريا السابقة (دولار امريكي/للطن)	القديم ٢٠١٦	تكلفة المواد الأولية (دولار امريكي/مليون وحدة حرارية بريطانية)	تأثير المواد الأولية	سعر اليوريا الجديد (دولار امريكي/للطن)	تحديث التوقعات ٢٠١٦	التغير ٪
المبيعات	٣٠٥	٤,٠١٧	١,٢٥	٤,٠١٧	٢٤٥	٣,٣٠٧	٪١٨-
اجمالي الربح	٣٠٥	٢,٥٦٨	١,٢٥	٢,٤٢٨	٢٤٥	١,٧١٨	٪٣٣-
هامش اجمالي الربح	٣٠٥	٪٦٤	١,٢٥	٪٦٠	٢٤٥	٪٥٢	
EBITDA	٣٠٥	٢,٨٦٦	١,٢٥	٢,٧٢٦	٢٤٥	٢,٠٣١	٪٢٩-
هامش EBITDA	٣٠٥	٪٧١	١,٢٥	٪٦٨	٢٤٥	٪٦١	
الربح التشغيلي	٣٠٥	٢,٤٨٢	١,٢٥	٢,٣٤٢	٢٤٥	١,٦٤٧	٪٣٤-
هامش الربح التشغيلي	٣٠٥	٪٦٢	١,٢٥	٪٥٨	٢٤٥	٪٥٠	
صافي الربح	٣٠٥	٢,٦٣٤	١,٢٥	٢,٥٠٠	٢٤٥	١,٨٠٥	٪٣١-
هامش صافي الربح	٣٠٥	٪٦٦	١,٢٥	٪٦٢	٢٤٥	٪٥٥	
ربح السهم	٣٠٥	٦,٣٢	١,٢٥	٦,٠٠	٢٤٥	٤,٣٣	٪٣١-
توزيعات الارباح للسهم	٣٠٥	٦,٠٠	١,٢٥	٦,٠٠	٢٤٥	٥,٠٠	٪١٧-
نسبة توزيع الارباح	٣٠٥	٪٩٥	١,٢٥	٪١٠٠	٢٤٥	٪١١٥	
النقد في نهاية المدة	٣٠٥	١,٨٥٨	١,٢٥	١,٤٩١	٢٤٥	٨٣٣	٪٥٥-

حدة ضغط الهامش المتوقع:
١) تأثير المواد الخام ٤٪
٢) تأثير الأسعار ٨٪

عدم استمرار توزيعات الارباح السابقة

٢٠١٧ متوقع	أسعار اليوريا السابقة (دولار امريكي/للطن)	القديم ٢٠١٧	تكلفة المواد الأولية (دولار امريكي/مليون وحدة حرارية بريطانية)	تأثير المواد الأولية	سعر اليوريا الجديد (دولار امريكي/للطن)	تحديث التوقعات ٢٠١٧	التغير ٪
المبيعات	٣١٠	٤,٠٠١	١,٢٥	٤,٠٠١	٢٦٠	٣,٤٢٨	٪١٤-
اجمالي الربح	٣١٠	٢,٥٨٤	١,٢٥	٢,٤٤٨	٢٦٠	١,٨٧٥	٪٢٧-
هامش اجمالي الربح	٣١٠	٪٦٥	١,٢٥	٪٦١	٢٦٠	٪٥٥	
EBITDA	٣١٠	٢,٨٨٤	١,٢٥	٢,٧٤٨	٢٦٠	٢,١٨٧	٪٢٤-
هامش EBITDA	٣١٠	٪٧٢	١,٢٥	٪٦٩	٢٦٠	٪٦٤	
الربح التشغيلي	٣١٠	٢,٥٠٠	١,٢٥	٢,٣٦٤	٢٦٠	١,٨٠٣	٪٢٨-
هامش الربح التشغيلي	٣١٠	٪٦٢	١,٢٥	٪٥٩	٢٦٠	٪٥٣	
صافي الربح	٣١٠	٢,٦٨٦	١,٢٥	٢,٥٥٤	٢٦٠	٢,٠١١	٪٢٥-
هامش صافي الربح	٣١٠	٪٦٧	١,٢٥	٪٦٤	٢٦٠	٪٥٩	
ربح السهم	٣١٠	٦,٤٥	١,٢٥	٦,١٣	٢٦٠	٤,٨٣	٪٢٥-
توزيعات الارباح للسهم	٣١٠	٧,٠٠	١,٢٥	٧,٠٠	٢٦٠	٥,٠٠	٪٢٩-
نسبة توزيع الارباح	٣١٠	٪١٠٩	١,٢٥	٪١١٤	٢٦٠	٪١٠٤	
النقد في نهاية المدة	٣١٠	١,٩٦٨	١,٢٥	١,٦٣٣	٢٦٠	١,٣١٣	٪٣٣-

هامش اجمالي الربح في اواسط ٥٠٪ مقابل ٤١٪ للشركات المشابهة عالميا ملاحظة: كافكو ٤٦٪

في المتوسط، يقدر انخفاض الأرباح بنسبة ٢٨٪ بين عامي ٢٠١٦-١٨

٢٠١٨ متوقع	أسعار اليوريا السابقة (دولار امريكي/للطن)	القديم ٢٠١٨	تكلفة المواد الأولية (دولار امريكي/مليون وحدة حرارية بريطانية)	تأثير المواد الأولية	سعر اليوريا الجديد (دولار امريكي/للطن)	تحديث التوقعات ٢٠١٨	التغير ٪
المبيعات	٣٢٥	٤,٢٢١	١,٢٥	٤,٢٢١	٢٦٥	٣,٥١٨	٪١٧-
اجمالي الربح	٣٢٥	٢,٧٦٩	١,٢٥	٢,٦٣١	٢٦٥	١,٩٢٩	٪٣٠-
هامش اجمالي الربح	٣٢٥	٪٦٦	١,٢٥	٪٦٢	٢٦٥	٪٥٥	
EBITDA	٣٢٥	٣,٠٨٣	١,٢٥	٢,٩٤٥	٢٦٥	٢,٢٥٨	٪٢٧-
هامش EBITDA	٣٢٥	٪٧٣	١,٢٥	٪٧٠	٢٦٥	٪٦٤	
الربح التشغيلي	٣٢٥	٢,٦٨٠	١,٢٥	٢,٥٤٣	٢٦٥	١,٨٥٥	٪٣١-
هامش الربح التشغيلي	٣٢٥	٪٦٤	١,٢٥	٪٦٠	٢٦٥	٪٥٣	
صافي الربح	٣٢٥	٢,٨٦٤	١,٢٥	٢,٧٣٠	٢٦٥	٢,٠٥٧	٪٢٨-
هامش صافي الربح	٣٢٥	٪٦٨	١,٢٥	٪٦٥	٢٦٥	٪٥٨	
ربح السهم	٣٢٥	٦,٨٧	١,٢٥	٦,٠٠	٢٦٥	٤,٩٤	٪٢٨-
توزيعات الارباح للسهم	٣٢٥	٧,٠٠	١,٢٥	٦,٠٠	٢٦٥	٥,٠٠	٪٢٩-
نسبة توزيع الارباح	٣٢٥	٪١٠٢	١,٢٥	٪١٠٠	٢٦٥	٪١٠١	
النقد في نهاية المدة	٣٢٥	١,٧٦٣	١,٢٥	١,٠٥٥	٢٦٥	٨٩٠	٪٥٠-

المصدر: الشركة، السعودي الفرنسي كابيتال

تعلق الآمال على انتعاش الأسعار إلى ما بعد العام ٢٠١٧ - مما يدعم الهوامش الإجمالية

لا يوجد التزامات نقدية مهمة ادا توزيع الارباح

إطار العمل بالتوصيات

شراء

توقع ارتفاع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

احتفاظ

توقع توافق أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

بيع

توقع تراجع أداء سهم الشركة تحت التغطية في هذا التقرير مقارنة بالقطاع أو السوق الرئيسي.

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال | ٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

www.sfc.sa

سجل تجاري رقم | ١٠١٠٢٣١٢١٧

قسم الأبحاث والمشورة

صندوق بريد ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي – الرياض

research&advisory@fransicapital.com.sa

اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته/متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال ،شركة محدودة المسؤولية

سجل تجاري ١٠١٠٢٣١٢١٧

صندوق بريد: ٢٣٤٥٤

الرياض ١١٤٢٦

المملكة العربية السعودية

المركز الرئيسي - الرياض